

Identificativo: SS941211016BAA
Data: 11-12-1994
Testata: IL SOLE 24 ORE

NON SOLO PERFORMANCE

Money manager alla ricerca del timing giusto

A cura di Silvio Bencini e Maurizio Murgia

Il money manager che spera di raggiungere delle performances piu' elevate dei suoi concorrenti in genere applica due strategie di investimento: 1) seleziona i titoli che ritiene in futuro avranno un rialzo piu' elevato; 2) realizza una ri-allocazione del patrimonio a disposizione tra varie classi di titoli (a esempio, azioni e obbligazioni) per privilegiare quelle di cui si attende un rialzo piu' elevato. La seconda strategia e' conosciuta come market timing: il gestore sta essenzialmente cercando di anticipare il rendimento globale di una classe di attivita' finanziarie, trascurando gli aspetti di rendimento e rischio dei singoli titoli che ne fanno parte.

Il market timing e' una componente importante delle performance di un portafoglio gestito ma e' al contempo anche la strategia piu' complessa da realizzare con risultati sistematicamente positivi.

Osservando le nostre tabelle, notiamo infatti che i fondi d'investimento che realizzano un timing positivo sono solo 11 su 251 analizzati. Vale la pena quindi spiegare perche' e' cosi' difficile per un gestore avere una capacita' previsionale sistematicamente positiva. Negli ultimi 5 anni in Italia un investimento mensile in BoT (a esempio semestrali) avrebbe raggiunto un rendimento totale del 62% circa. Nello stesso periodo, un investimento analogo nel mercato azionario avrebbe invece totalizzato un risultato negativo del 3 per cento. Quello che raramente si mette in evidenza e' il rendimento che si sarebbe potuto ottenere se in ogni mese si fosse scelto con assoluta precisione l'investimento piu' conveniente: il risultato sarebbe stato del 547 per cento.

Si potrebbe pero' obiettare che una capacita' previsionale di tale misura non e' certamente vicina alla media degli operatori, al massimo un timing eseguito da un individuo che vive sulla Terra manifesterà una corretta previsione di poco superiore a 1 ogni 2 tentativi. Esaminiamo il problema sotto una diversa angolatura e immaginiamo che i gestori siano essenzialmente piu' capaci a prevedere i forti rialzi del mercato e assai meno le piccole oscillazioni. Una ipotesi che si basa, tra gli altri, sulla esperienza e il comportamento storico dei mercati finanziari.

Ripetendo la simulazione precedente e considerando o i rialzi della Borsa superiori al 10% o l'investimento nei BoT in caso contrario, otterremo il 238 per cento. Un rendimento totale ancora lontano dalle performance anche migliori che si possono osservare.

La lezione che questi numeri ci impartiscono si puo' riassumere in

due punti. Il primo ha riguardo alle leggi della capitalizzazione dei rendimenti: i suoi effetti sono particolarmente importanti tanto più esteso è l'orizzonte temporale considerato. Per l'investimento in un fondo questo aspetto è da tener presente, soprattutto se il fondo viene utilizzato come un risparmio pensionistico. Il secondo riguarda invece la differente rischiosità delle due strategie: la prima investe solo nei BoT e diciamo che è priva di rischio; la seconda, il market timing perfetto, investe o solo in Borsa o solo in BoT, a seconda delle previsioni. La seconda rende di più perché comunque l'operatore con tale abilità previsionale avrà un rendimento come minimo pari al tasso dei BoT, e quindi non sarà mai negativa. Se quindi questa strategia consente di ottenere un rendimento minimo e nessun limite di rendimento nelle fasi di rialzo, stiamo parlando di una vera e propria opzione a disposizione del gestore (call, per la precisione).

Le nostre analisi di performance tengono conto di tutti questi aspetti nella valutazione del market timing dei gestori dei fondi d'investimento. Inoltre, considerano implicitamente un'altra realtà operativa: il gestore non effettuerà mai (anche per motivi legati alla regolamentazione pubblica) delle ri-allocazioni di portafoglio complete (esempio, o solo BoT o solo azioni) ma, verosimilmente, delle ri-allocazioni parziali.

Le nostre analisi di regressione tra i rendimenti mensili del fondo e quelle del benchmark stimano due coefficienti: il primo misura il rischio normale del fondo (il suo beta); il secondo misura le modificazioni del beta messe in atto per cogliere le opportunità di timing.

Questo secondo coefficiente riflette la relazione fra l'extra rendimento del fondo e il quadrato dell'extra-rendimento dell'indice di mercato. Perché l'uso di un termine quadratico? Perché il risultato di una efficace azione di market timing è di imprimere una "curvatura" alla relazione fra rendimenti del fondo e rendimenti del mercato in modo che a rendimenti del mercato positivi corrispondano rendimenti del fondo proporzionalmente più positivi e a rendimenti del mercato negativi corrispondano rendimenti del fondo proporzionalmente meno negativi.

Se quindi il market timing del gestore è effettuato sistematicamente nella direzione corretta (cioè salire nella stessa misura o più del benchmark e scendono nella stessa misura, o meno, del benchmark) la stima di questo coefficiente sarà positiva.

Tuttavia, il contributo del market timing agli extra-rendimenti totali del fondo non è dato solo da questo particolare beta che abbiamo descritto, ma sarà il prodotto tra questo e la volatilità del benchmark. Perché quest'ultima correzione? La spiegazione intuitiva è che in realtà il valore del market timing è legato alla volatilità del benchmark nella misura in cui il fondo cerca di anticiparlo aumentando la sua volatilità.

Un ultimo caveat: dalle nostre analisi notiamo che fra i fondi che evidenziano un timing positivo si trovano fondi con un più elevato rischio globale di gestione.

TABELLA-01

GUIDA AI FONDI PIU' REDDITIZI E MENO RISCHIOSI

=====

==

INDICI

C Nome Mesi Valu- Selez. C Ti- C Diver- C
 l fondo di taz. titoli l ming l sific. l
 a ana- glo- % a % a % a
 s lisi bale s s s
 s. s. s. s.

=====

==

AZIONARI ITALIA

--

1	Capitalras	24	0,83	1,06	(3)	0,00	(_)	93,84	(2)
2	Arca azioni Italia	32	0,68	1,20	(1)	0,00	(_)	87,77	(8)
3	Profess.Gest.Italia	30	0,58	0,87	(4)	0,00	(_)	93,82	(3)
4	Lagest azion.Italia	60	0,52	0,86	(5)	0,00	(_)	86,95	(9)
5	Imi Italy	41	0,49	1,09	(2)	0,00	(_)	82,19	(10)

--

Fondi analizzati: 10. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 7. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 3. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

--

AZIONARI GLOBALI NAZIONALI

--

1	Centrale Capital	60	0,52	0,82	(6)	0,00	(_)	87,53	(14)
2	Fondicri Sel.Italia	38	0,51	0,99	(4)	0,00	(_)	80,15	(23)
3	Eurojunior	45	0,41	1,31	(2)	-0,51	(30)	61,00	(32)
4	Fondo Lombardo	60	0,37	1,11	(3)	-0,44	(28)	77,99	(26)
5	Euromobiliare Risk	60	0,35	0,62	(8)	0,00	(_)	84,09	(18)

--

Fondi analizzati: 32. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 16. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 0: 11. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 5.

--

AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA

--

1	Zetaswiss	41	0,33	0,00	(_)	0,87	(1)	63,39	(11)
2	Prime Merrill Europe	60	0,27	0,32	(1)	0,00	(_)	91,91	(2)
3	Investimese	43	0,10	-0,45	(12)	0,59	(2)	85,91	(6)
4	Imi Europe	41	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	95,21	(1)
5	Investire Europa	36	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	91,43	(3)

--

Fondi analizzati: 12. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 3. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 7. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 2.

--

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

--

1 Investire America	36	0,32	1,08	(1)	-0,54	(8)	79,93	(7)
2 Prime Merrill Am.	60	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	90,61	(2)
3 Imi West	41	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	90,27	(3)
4 America 2000	25	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	89,55	(4)
5 Genercomit Nordam.	48	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	88,99	(5)

--

Fondi analizzati: 8. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 6. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

--

1 Oriente 2000	25	0,35	0,00	(_)	0,91	(1)	77,13	(5)
2 Imi East	41	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	92,24	(1)
3 Prime Merrill Pac.	60	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	80,15	(2)
4 Adriatic Far East F.	45	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	77,56	(3)
5 Investire Pacifico	36	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	77,24	(4)

--

Fondi analizzati: 5. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 1. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 4. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 0.

BILANCIATI ITALIANI

--

1 Professionale Risp.	44	0,66	1,19	(1)	0,00	(_)	86,95	(23)
2 Quadrifoglio Bilanc.	60	0,38	0,43	(14)	0,00	(_)	85,92	(25)
3 Euromob. Strat. Fund	60	0,38	0,60	(7)	0,00	(_)	81,17	(33)
4 Giallo	60	0,36	0,32	(23)	0,00	(_)	92,92	(5)
5 Bn Sicurvita	60	0,31	0,51	(9)	0,00	(_)	65,71	(43)

--

Fondi analizzati: 45. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 25. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 11. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 9.

BILANCIATI INTERNAZIONALI

--

1 Nordmix	60	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	78,22	(1)
2 Investire Globale	36	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	76,48	(2)
3 Arca Te	60	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	70,36	(4)
4 Armonia	28	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	68,90	(5)
5 Gesticredit Finanz.	60	0,00	0,00	(_)	0,00	(_)	65,29	(6)

--

Fondi analizzati: 9. Fondi con indice di valutazione globale maggiore di 0: 0. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 8. Fondi

con indice di valutazione globale minore di 0: 1.

--
OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

--
1 Money Time 49 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 54,45 (23)
2 Fondinvest 1 60 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 39,13 (27)
3 Eptabond 60 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 37,24 (28)
4 Centrale Reddito 60 -0,28 -0,15 (5) 0,00 (_) 74,91 (15)
5 Genercomit Rendita 60 -0,33 -0,28 (16) 0,00 (_) 49,35 (24)

--
Fondi analizzati: 28. Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0:
3. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 25.

--
OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

--
1 Giardino 31 0,40 0,28 (1) 0,00 (_) 35,30 (24)
2 Carifondo Ala 60 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 61,79 (18)
3 Gestielle Liquidita' 45 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 54,40 (20)
4 Euromoney 53 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 43,75 (21)
5 Cisalpino Reddito 60 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 37,12 (23)

--
Fondi analizzati: 6. Fondi con indice di valutazione globale
maggiore
di 0: 0. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0: 1. Fondi
con indice di valutazione globale minore di 0: 5.

--
OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

--
1 Profess. Redd.Italia 60 0,00 0,00 (_) 0,00 (_) 65,20 (6)
2 Ligest Obblig.Italia 60 -0,27 -0,16 (3) 0,00 (_) 73,34 (5)
3 Ct Rendita 60 -0,81 -0,15 (2) 0,00 (_) 94,89 (1)
4 Risp. Italia Reddito 60 -0,84 -0,46 (6) 0,00 (_) 81,44 (4)
5 Cooprend 56 -0,88 -0,29 (4) 0,00 (_) 88,32 (3)

--
Fondi analizzati: 26. Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0:
6. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 19.

--
OBBLIGAZIONARI PURI MONETARI

--
1 Capitalgest Moneta 25 2,79 0,47 (4) 0,00 (_) 58,04 (13)
2 Centrale Cash c/c 24 2,48 0,47 (3) 0,00 (_) 45,48 (17)
3 Azimut Garanzia 55 2,30 0,57 (1) 0,00 (_) 25,60 (19)
4 Fondo Forte 32 1,17 0,42 (5) 0,00 (_) 51,13 (16)
5 Sogesfit Contovivo 47 1,06 0,27 (7) 0,00 (_) 70,68 (8)

--
Fondi analizzati: 19. Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 13. Fondi con indice di valutazione globale pari a

0:
5. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 1.

--

OBLIGAZIONARI PURI E GLOBALI INTERNAZIONALI

--

1 Primebond 60 0,10 0,00 () 0,17 (4) 53,92 (14)
2 Lagest obbl. inter. 32 0,00 0,00 () 0,00 () 80,84 (8)
3 Imi Bond 60 0,00 0,00 () 0,00 () 75,93 (9)
4 Oasi 31 0,00 0,00 () 0,00 () 71,06 (10)
5 Adriatic Bond Fund 60 0,00 0,00 () 0,00 () 69,17 (12)

--

Fondi analizzati: 19. Fondi con indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1. Fondi con indice di valutazione globale pari a 0:
8. Fondi con indice di valutazione globale minore di 0: 10.

--

=====

C Nome Mesi Patri-
l fondo di monio
a ana- (in
s lisi mld)
s.

=====

AZIONARI ITALIA

1 Capitalras 24 656,0
2 Arca azioni Italia 32 1.557,9
3 Profess.Gest.Italia 30 756,3
4 Lagest azion.Italia 60 1.998,9
5 Imi Italy 41 1.693,6

Fondi analizzati: 10. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 7. Fondi con
indice di valutazione globale pari a
0: 3. Fondi con indice di
valutazione globale minore di 0: 0.

AZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 Centrale Capital 60 454,5
2 Fondicri Sel.Italia 38 196,6
3 Eurojunior 45 514,9
4 Fondo Lombardo 60 230,0
5 Euromobiliare Risk 60 132,0

Fondi analizzati: 32. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 16. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 11.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 5.

AZIONARI INTERNAZIONALI EUROPA

1 Zetaswiss 41 37,1
2 Prime Merrill Europe 60 252,0

3 Investimese 43 150,3
4 Imi Europe 41 760,0
5 Investire Europa 36 82,0

Fondi analizzati: 12. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 3. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 7.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 2.

AZIONARI INTERNAZIONALI AMERICA

1 Investire America 36 104,0
2 Prime Merrill Am. 60 104,0
3 Imi West 41 595,6
4 America 2000 25 357,0
5 Genercomit Nordam. 48 128,0

Fondi analizzati: 8. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 6.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 1.

AZIONARI INTERNAZIONALI PACIFICO

1 Oriente 2000 25 568,0
2 Imi East 41 2.343,9
3 Prime Merrill Pac. 60 493,0
4 Adriatic Far East F. 45 364,0
5 Investire Pacifico 36 142,0

Fondi analizzati: 5. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 4.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 0.

BILANCIATI ITALIANI

1 Professionale Risp. 44 309,7
2 Quadrifoglio Bilanc. 60 59,2
3 Euromob. Strat. Fund 60 63,0
4 Giallo 60 156,5
5 Bn Sicurvita 60 65,7

Fondi analizzati: 45. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 25. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 11.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 9.

BILANCIATI INTERNAZIONALI

1 Nordmix 60 101,0
2 Investire Globale 36 66,0
3 Arca Te 60 1.033,7

4 Armonia 28 179,6
5 Gesticredit Finanz. 60 159,0

Fondi analizzati: 9. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 8.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 1.

OBBLIGAZIONARI GLOBALI NAZIONALI

1 Money Time 49 16,7
2 Fondinvest 1 60 839,0
3 Eptabond 60 308,5
4 Centrale Reddito 60 766,5
5 Genercomit Rendita 60 2.001,3

Fondi analizzati: 28. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 3.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 25.

OBBLIGAZIONARI PURI NAZIONALI

1 Giardino 31 810,0
2 Carifondo Ala 60 1.313,1
3 Gestielle Liquidita' 45 246,0
4 Euromoney 53 579,0
5 Cisalpino Reddito 60 536,0

Fondi analizzati: 6. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 0. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 1.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 5.

OBBLIGAZIONARI PURI ITALIA

1 Profess. Redd.Italia 60 745,5
2 Lagest Obblig.Italia 60 1.290,7
3 Ct Rendita 60 2.257,0
4 Resp. Italia Reddito 60 348,0
5 Cooprend 56 16,1

Fondi analizzati: 26. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 6.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 19.

OBBLIGAZIONARI PURI MONETARI

1 Capitalgest Moneta 25 47,2
2 Centrale Cash c/c 24 645,2
3 Azimut Garanzia 55 295,0
4 Fondo Forte 32 29,7

5 Sogesfit Contovivo 47 173,0

Fondi analizzati: 19. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 13. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 5.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 1.

OBLIGAZIONARI PURI E GLOBALI
INTERNAZIONALI

1 Primebond 60 _
2 Lagest obbl. inter. 32 _
3 Imi Bond 60 _
4 Oasi 31 _
5 Adriatic Bond Fund 60 _

Fondi analizzati: 19. Fondi con
indice di valutazione globale
maggiore di 0: 1. Fondi con indice
di valutazione globale pari a 0: 8.
Fondi con indice di valutazione
globale minore di 0: 10.

La tabella riporta per ogni categoria i primi cinque fondi
classificati sulla base dell'indice di valutazione globale. I fondi
ricompresi nelle analisi sono tutti quelli presenti da almeno 2
anni;

le analisi di regressione si estendono per un periodo variabile dai
24 ai 60 mesi utilizzando i dati di fine mese. I benchmark
utilizzati

sono i seguenti: l'indice Mib storico (Azionari globali nazionali,
Azionari Italia e bilanciati italiani); l'indice Morgan Stanley
Capital International Msci-World, (Azionari globali internazionali
e

Bilanciati internazionali); l'indice Msci Europe (Azionari
internazionali Europe); l'indice Msci North America (Azionari
internazionali Americana); l'indice Msci Far East (Azionari
internazionali Pacifico); l'indice Banca d'Italia generale Mts
(Obbligazionari globali nazionali, Obbligazionari puri nazionali e
Obbligazionari puri Italia); l'indice Banca d'Italia dei CcT
(Obbligazionari puri monetari); l'indice obbligazionario Jp Morgan
World (Obbligazionari globali internazionali e Obbligazioni puri
internazionali). Gli indici dei mercati esteri sono in dollari
convertiti in lire al cambio rilevato dalla banca d'Italia. La
selezione titoli e' la misura percentuale mensile che il fondo ha
realizzato nel periodo di analisi grazie alla corretta previsione
dell'andamento di specifici titoli. Il timing e' il sovrarendimento
che il fondo ha realizzato nel periodo di analisi grazie alla
corretta previsione dell'andamento del benchmark. Il grado di
diversificazione indica la misura in cui l'andamento del benchmark
e'

rappresentativo dell'andamento delle quote del fondo. L'indice di
valutazione globale e' la somma della performance realizzata nella
selezione titoli e nel timing corretta per il grado di rischio
diversificabile. Accanto alle misure di performance sulla selezione
titoli, sul timing e al grado di diversificazione viene riportato
il livello di classifica del fondo per ogni misura. Il livello di
classifica non viene riportato per i valori pari a zero.

#